

# WORKING Papers

Gobierno Corporativo y  
Administradoras de Fondos  
de Pensiones: El caso  
chileno



Economic  
Research  
Department  
Nº 10/05

# **Gobierno Corporativo y Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP). El caso chileno.**

**Soledad Hormazabal D.**

**Abril 2010**



# Índice

<b>1</b>	<b>INTRODUCCIÓN .....</b>	<b>4</b>
<b>2</b>	<b>MARCO CONCEPTUAL .....</b>	<b>5</b>
2.1	DEFINICIÓN Y RELEVANCIA DE GOBIERNO CORPORATIVO.....	5
2.2	PROBLEMA DE AGENCIA .....	7
2.2.1	<i>Modelos de Mercado: anglosajón vs. Europeo continental .....</i>	<i>7</i>
2.3	MODELO DE MERCADO Y GOBIERNO CORPORATIVO EN CHILE.....	8
2.3.1	<i>Modelo de mercado en América Latina.....</i>	<i>8</i>
2.3.2	<i>Modelo de mercado en Chile.....</i>	<i>11</i>
<b>3</b>	<b>AFPS, MERCADOS DE CAPITALES Y PROTECCIÓN DE ACCIONISTAS MINORITARIOS</b>	<b>15</b>
3.1.1	<i>Canal indirecto de influencia positiva de las AFP en el gobierno corporativo de las empresas</i>	<i>15</i>
3.1.2	<i>Canal directo de influencia positiva de las AFP en el gobierno corporativo de las empresas</i>	<i>16</i>
3.2	RECUADRO I: EL CASO CHISPAS.....	21
3.3	RECUADRO II: EL CASO FASA .....	23
<b>4</b>	<b>CONCLUSIONES .....</b>	<b>30</b>
<b>5</b>	<b>BIBLIOGRAFÍA .....</b>	<b>32</b>

## 1 Introducción

El gobierno corporativo de una compañía corresponde al sistema de normas, prácticas y procedimientos que determinan y regulan las acciones que se llevan a cabo al interior de la misma. El gobierno corporativo determinará el establecimiento de derechos y responsabilidades a los involucrados en la conducción de la empresa, como el directorio, plana administrativa y accionistas. De esta manera, se establece la estructura y las normas que rigen o determinan la toma de decisiones y los mecanismos de control de una sociedad.

Una empresa con buen gobierno corporativo obtendrá múltiples beneficios, entre los que se incluye incrementar la confianza del mercado y por ende el valor que éste le asigne, lo cual incrementará las posibilidades de acceso a capital. Adicionalmente, un buen gobierno corporativo puede impulsar ganancias en eficiencia y en calidad de la gestión.

Si en una economía las buenas prácticas de gobierno corporativo son la norma, en lugar de la excepción, se puede presumir que se generará más valor, se incrementará la competitividad y el acceso a financiamiento, todos estos factores habrán de incidir de manera positiva en el crecimiento del producto.

En Chile el mercado de capitales se caracteriza por estar compuesto por compañías que pertenecen a grandes conglomerados, los que a su vez suelen tener intereses en distintos sectores de la economía, incluido el financiero. Estos grandes grupos económicos controlan la mayoría de los directores de las compañías listadas en bolsa.

En este cuadro de marcada concentración de la propiedad, un elemento que ha tenido una importante incidencia en la actual estructura del mercado chileno es el sistema de pensiones de capitalización individual. Desde su creación en 1981 a la fecha los fondos de pensiones acumulan un monto equivalente a más del 60% del PIB, en diciembre de 2009, el 56% de estos recursos estaba invertido en el mercado nacional. Si bien la regulación impide a las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) poseer a nivel individual más del 7% de la propiedad de las compañías en las que invierten los recursos, los USD \$16.363 millones invertidos directamente en acciones del mercado nacional (un 13,9% del fondo de pensiones a fines de 2009), se constituyen como un importante inversionista institucional y los principales accionistas minoritarios.

Las AFP como accionistas minoritarios tienen la ventaja de no enfrentar los problemas de acción colectiva, puesto que la ley les permite a las distintas

administradoras actuar en conjunto para elegir directores (aunque expresamente les prohíbe que participen de la administración de las sociedades). Otro factor importante, es que las acciones que realizan las AFP tienen alta visibilidad, lo que incrementa su poder pese a ser accionistas minoritarios.

En definitiva, las AFP se han transformado en el principal inversionista minoritario, están altamente informados y sus acciones tienen gran visibilidad, estas características les han permitido influir positivamente de manera directa e indirecta en los gobiernos corporativos de las empresas nacionales.

La influencia de manera indirecta se ha realizado a través de la profundización del mercado de capitales, han contribuido de manera importante a incrementar los volúmenes de transacciones y su frecuencia, lo que a su vez ha aumentado el interés por levantar capital mediante emisión de acciones. Estos factores han permitido aprovechar economías de escalas, reduciendo costos de información y monitoreo, además elevando la calidad de la provisión de servicios financieros. El aumento de la información y la profesionalización de las industrias relacionadas al mercado de capitales, ha presionado hacia una progresiva mejora en los estándares de gobierno corporativo de las empresas.

La influencia directa de las AFP en la mejora de los gobiernos corporativos de las empresas chilenas, se ha materializado en el ejercicio activo de sus derechos como accionistas. Específicamente, las AFP han contribuido mediante la incorporación de directores independientes, mediante la fiscalización a las operaciones y levantando objeciones cuando se considera que se está atropellando el derecho de los accionistas independientes. Además del ejercicio de derechos, es destacable el efecto de las AFP sobre la regulación del mercado de valores. En efecto, las AFP han tendido a levantar interés en materias en la que no existe regulación o bien esta es muy laxa, como ejemplo en el trabajo se revisa el Caso Chispas y el posterior surgimiento de la ley de OPAs, también se revisa el Caso Fasa y la posterior creación de la Ley de Gobiernos Corporativos y Directores Independientes.

## 2 Marco Conceptual

### *2.1 Definición y relevancia de gobierno Corporativo*

Existen variadas definiciones de gobierno corporativo en la literatura. De manera general, es factible conceptualizar gobierno corporativo como el sistema de normas, prácticas y procedimientos que determinan y regulan las

acciones al interior de una compañía, estableciéndose derechos, roles y obligaciones a los diferentes actores involucrados, como el directorio, plana administrativa y accionistas. En definitiva, el gobierno corporativo de una empresa establece la estructura y las normas que rigen o determinan la toma de decisiones y los mecanismos de control.

Concretamente, se contempla la estructuración de los incentivos que se establecerán a los directores y administradores, con el fin de proteger el interés de la compañía y de sus accionistas. También comprende la vigilancia y control de las decisiones y de los resultados. Así, el objetivo último de gobierno corporativo es maximizar el valor de la compañía en el largo plazo.

Los beneficios de un buen gobierno corporativo son amplios. Para las empresas, comprende ganancias por mayor eficiencia y calidad de la gestión, además se limitan riesgos, y potencialmente, se obtiene una mejor percepción por parte del mercado. Como resultado se eleva la confianza del mercado en la compañía, permitiendo una adecuada canalización de recursos hacia la empresa. Todo lo cual redundará en aumentos en competitividad y un menor costo de capital, lo que a su vez incrementa el valor de la compañía.

Una encuesta realizada por McKinsey & Co. el año 2002 muestra que tres de cada cuatro inversionistas está dispuesto a pagar un premio –o sobreprecio– por un buen gobierno corporativo. La prima corresponde a la diferencia de precio que el inversionista pagaría por una empresa con buen gobierno corporativo frente a otra con resultados financieros similares, pero sin un buen gobierno corporativo.

A nivel agregado, teóricamente una economía donde los buenos gobiernos corporativos son comunes generará más valor y por tanto mayor crecimiento. En efecto, la encuesta mencionada en el párrafo anterior refleja que el premio se incrementa en los países que muestran prácticas de gobierno corporativo más deficientes, ello sería evidencia de una pérdida de valor en los mercados por esta causa.

Adicionalmente, las buenas prácticas de gobierno corporativo resultan fundamentales para la operación de los mercados de capitales, por lo que en última instancia, determinarán las condiciones, las posibilidades y el grado en el que las empresas podrán financiar sus inversiones con recursos externos. En consecuencia, tal como destacan Agosin y Pastén (2003), un buen gobierno corporativo es un objetivo primordial particularmente para las economías en desarrollo, ya que le permitiría incrementar las fuentes de financiamiento a sus empresas. Las economías desarrolladas, poseen mercados de capitales profundos y complejos, por lo que las empresas cuentan con diversas

alternativas para obtener financiamiento, lo que vuelve menos crítica la necesidad de establecer buenas prácticas de gobierno corporativo.

## **2.2 Problema de agencia**

Con el fin de estudiar materias referidas a los gobiernos corporativos se han definido, a grandes rasgos, dos grandes formas en las que se organizan los mercados, de acuerdo a la estructura del problema de agencia que se presenta en las compañías; ello a su vez deriva en distintos modelos y requerimientos a los gobiernos corporativos de las empresas que lo conforman.

El problema de agencia en la literatura económica se da cuando se establece una relación entre dos individuos –o grupos de individuos- donde uno de éstos, llamado *principal*, delega en el otro, conocido como *agente*, la realización de funciones que van en su interés o beneficio, de manera tal que el nivel de esfuerzo o diligencia que ponga el agente en sus actividades impactará en el beneficio que percibirá el principal. Esta relación se caracteriza por llevarse a cabo en un contexto de asimetría de información, donde para el principal no es posible –o es muy costoso- verificar el nivel de esfuerzo que realiza el agente en su cometido.

### **2.2.1 Modelos de Mercado: anglosajón vs. Europeo continental**

El modelo Anglosajón se caracteriza por mercados conformados por compañías cuya propiedad se encuentra diluida entre un gran número de accionistas, por lo que su participación en la toma de decisiones en las empresas es muy reducida. En este modelo el agente son los administradores de la compañía, y el principal son los accionistas. Se pueden dar situaciones en las que los intereses entre ambos sean contrapuestos, ya sea por un comportamiento oportunista por parte de los ejecutivos o por un problema de acción colectiva que enfrentan los accionistas, que por definición en este modelo son un número elevado y en definitiva heterogéneo.

Indudablemente la determinación de salarios y bonos a los gerentes y directivos de las compañías es una situación en la que los intereses de accionistas y administradores se contraponen. Más allá de esta situación, conceptualmente la diferencia de incentivos entre ambos podría incluso llegar a poner en riesgo la viabilidad de la empresa en el largo plazo, ello se debe a que los accionistas están interesados tanto en maximizar los resultados después de impuestos como en maximizar el valor de la compañía en el largo plazo, ya que el precio de sus acciones depende del flujo descontado de los ingresos futuros de la empresa. Por su parte, el objetivo de los administradores



de la compañía es maximizar sus remuneraciones, las que dependerán de los resultados de la empresa en el corto plazo, puesto que sus ingresos no están ligados en el largo plazo a la compañía y tienen la alternativa de cambiarse a otro trabajo ante eventuales dificultades que pudiese atravesar la compañía, tienen incentivos a incurrir en riesgos excesivos privilegiando mostrar abultados resultados en el corto plazo.

El sistema de gobierno corporativo que se deriva del modelo de mercado anglosajón es aquel que logre evitar que, ante situaciones de conflicto de interés, los accionistas sean perjudicados.

El segundo modelo de mercado se conoce como modelo de Europa Continental y se caracteriza por presentar una elevada concentración de la propiedad de las compañías, en este caso los controladores tienen enorme injerencia en la toma de decisiones. En los mercados del tipo de Europa Continental es frecuente observar que los grupos controladores tengan participación en un gran número de compañías y sectores de la economía. El problema de agencia en este modelo se establece entre el controlador de la compañía y los accionistas minoritarios, en esta oportunidad el agente es el controlador y el principal es el accionista minoritario. Se podrían dar situaciones en las que el agente/ controlador tenga incentivos distintos a incrementar el valor de la empresa, o bien puede tener la capacidad de extraer rentas a los accionistas minoritarios. En definitiva, el controlador puede verse tentado a, en lugar de maximizar el valor de la empresa, actuar en función de los intereses del grupo controlador aunque ello perjudique a la empresa en cuestión; lo anterior puede ocurrir de múltiples formas, por ejemplo en negociaciones de la compañía con empresas relacionadas al grupo.

En mercados del tipo de Europa Continental, como consecuencia de la propiedad corporativa altamente concentrada, típicamente se observa una escasa divulgación de información, particularmente de información oportuna, además por lo general existe una baja participación de directores independientes. Finalmente, es común observar en estas economías mercados de capitales y financieros poco profundos y relativamente ilíquidos.

## *2.3 Modelo de Mercado y Gobierno Corporativo en Chile*

### **2.3.1 Modelo de mercado en América Latina**

En la mayoría de las economías latinoamericanas se observa una estructura de mercado del tipo de Europa Continental, donde es usual que las empresas sean propiedad de grandes conglomerados que tienen intereses en distintos

sectores de la economía. La elevada concentración de la propiedad se traduce en que una alta proporción de las empresas están controladas directa o indirectamente por alguno de los grandes conglomerados, que por lo general están ligados a familias oriundas, también aunque con menos frecuencia, operan en estas economías conglomerados extranjeros y otros constituidos por grupos o asociaciones de inversionistas.

### Cuadro 1

“Concentración en la Propiedad de Empresas Latinoamericanas, Año 2002” en Lefort y Wigodski 2008

<b>TABLA 1: CONCENTRACIÓN EN LA PROPIEDAD DE EMPRESAS LATINOAMERICANAS, AÑO 2002</b>				
PAÍS	MUESTRA	% del ACCIONISTA PRINCIPAL	% de los 3 ACCIONISTAS PRINCIPALES	% de los 5 ACCIONISTAS PRINCIPALES
ARGENTINA*	15	61%	82%	90%
BRASIL	459	51%	65%	67%
CHILE	260	55%	74%	80%
COLOMBIA	74	44%	65%	73%
MÉXICO*	27	52%	73%	81%
PERÚ	175	57%	78%	82%
PROMEDIO	168,3	53%	73%	79%

\* Datos de presentaciones de 20-F ADR.

FUENTE: OCDE, 2004

La evidencia presentada en el Cuadro 1 indica el porcentaje de acciones que poseen los principales actores del mercado, confirmando la importante concentración de la propiedad en Latinoamérica. En efecto, considerando la mayoría de las empresas listadas en bolsa en Brasil, Chile, Colombia y Perú, el principal accionista mantiene entre el 44% (Colombia) y el 57% (Perú) de las acciones del conjunto de las empresas. Expandiendo el análisis a los tres mayores actores de dichos mercados, se observa que son propietarios de entre el 65% (Brasil y Colombia) y el 78% (Perú) de las acciones. Tanto en Chile como en Perú, el porcentaje de acciones sobre el total que mantienen los cinco mayores accionistas alcanza al 80% y más. En Argentina y México el ejercicio de concentración de la propiedad accionaria se realiza sobre las empresas que han emitido ADR, es decir que se ha listado en Estados Unidos. Nuevamente la evidencia confirma la existencia de mercados cuya propiedad está altamente concentrada, el principal accionista en Argentina mantiene el 61% de las acciones y los cinco mayores actores alcanzan el 90%; en México el mayor accionista posee el 52% y los cinco mayores el 81% de las acciones.

Además del nivel de concentración de la propiedad accionaria, existen prácticas que inciden en el tipo de relaciones que se establecen entre accionistas, controladores y administradores de las empresas. En América Latina, es común observar estructuras corporativas complejas. La estructura de propiedad de una compañía corresponde a la forma que toma la distribución de los títulos representativos de capital de dicha empresa entre los distintos propietarios, ya sean personas naturales o jurídicas. Por su parte, la estructura de control de una compañía corresponde a la forma en que se distribuye el ejercicio del control o de la autoridad en la empresa, que no necesariamente coincide con la propiedad de la misma. En la medida que una compañía va creciendo y haciéndose más compleja, se comienza a observar una desvinculación entre la propiedad y el control, lo que se explica por la profesionalización de la función directiva.

Si bien el proceso de separación de roles, control y propiedad, en las empresas es normal y deseable conforme éstas crecen, existen ocasiones en que dicha desvinculación ocurre en parte por objetivos distintos a la mejor especialización de los recursos, como por ejemplo la optimización del pago de impuestos. En América Latina es frecuente encontrar figuras de control y propiedad altamente complejas, que generan mejores condiciones para que surjan problemas de gobiernos corporativos, como por ejemplo:

- Estructura piramidal o cadena de sociedades en cascada: Consiste en la conformación de varias sociedades cuyo principal activo son acciones de otras sociedades de inversión, alguna de estas sociedades poseen acciones de la compañía en cuestión. Esta estructura eventualmente permite concentrar y apalancar el control sobre bloques accionarios crecientes, utilizando la cascada. De esta manera se pueden alcanzar elevadas cuotas de control sobre una compañía con una inversión comparativamente menor.
- Acciones de clase dual: Una empresa listada puede emitir acciones de distinta clase, algunas con derecho a voto y otras sin derecho a voto, o con derecho a voto restringido. Esta práctica permite distinguir claramente la propiedad del control, ya que las acciones con derecho a voto (independiente del porcentaje de la propiedad que representen) son las únicas que otorgan control.

## Cuadro 2.

“Separación Propiedad y Control Grandes Empresas Latinoamericanas, Año 2002” en Lefort y Wigodski 2008

TABLA 2: SEPARACIÓN DE LA PROPIEDAD Y EL CONTROL EN GRANDES EMPRESAS LATINOAMERICANAS, AÑO 2002				
PAÍS	% de EMPRESAS CON ACCIONES SIN DERECHO A VOTO	ACCIONES SIN DERECHO A VOTO / ACCIONES CON DERECHO A VOTO	% de EMPRESAS EN PIRÁMIDE*	% de DERECHOS DE FLUJO DE CAJA DEL ACCIONISTA CONTROLADOR
ARGENTINA	4%	0,14	93%	68%
BRASIL	87%	1,29	89%	60%
CHILE	7%	0,07	68%	57%
MÉXICO	38%	-	72%	59%
PROMEDIO	34%	0,50	81%	61%

\* Datos de presentaciones de 20-F ADR.

FUENTE: OCDE, 2004

Como muestra la evidencia presentada en el Cuadro 2, es común observar estructuras de propiedad y control complejas. Destaca la elevada incidencia de estructuras piramidales, particularmente en Brasil y Argentina, así como la altísima proporción de empresas que han emitido acciones sin derecho a voto en Brasil y la alta proporción que éstas representan dentro del total de acciones (120% del total de acciones con derecho a voto).

### 2.3.2 Modelo de mercado en Chile

Como se ha mencionado, el mercado chileno presenta una estructura del tipo de Europa Continental, las empresas listadas están por lo general ligadas a alguno de los grandes conglomerados que operan en el país, los que tienen intereses en distintos sectores de la economía, incluido el sector bancario y financiero. La concentración de la propiedad conlleva a que la mayoría de los directores son nombrados por los controladores de las compañías. Un número importante de los conglomerados se encuentra ligado a familias y además existe un número importante de grandes empresas familiares

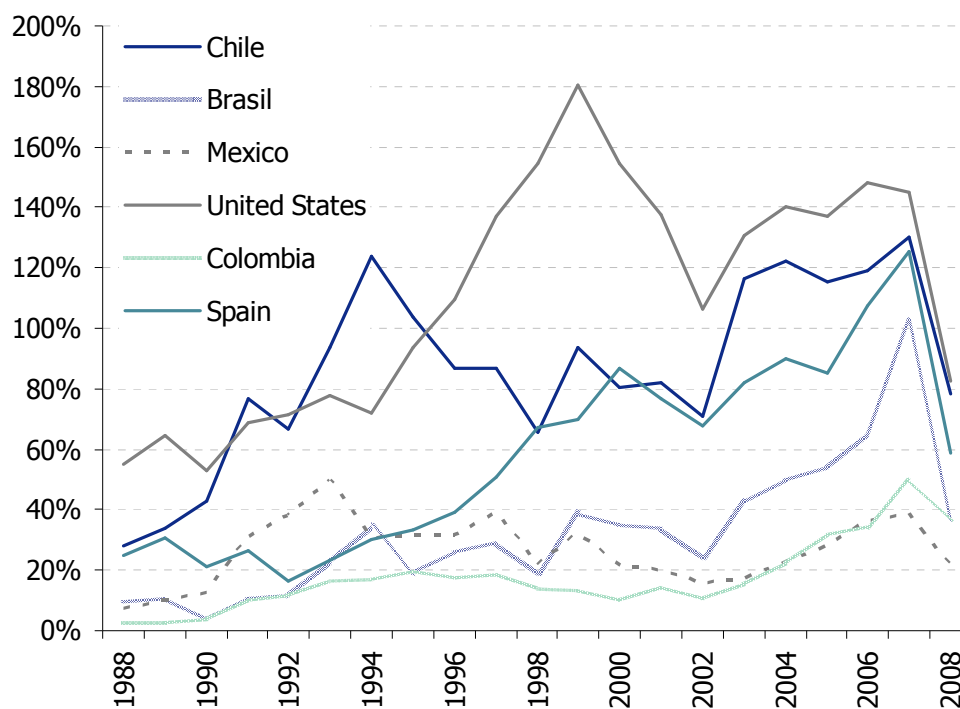
Si bien los índices de concentración difieren entre estudios realizados para la economía chilena, todos concluyen que la propiedad se encuentra altamente concentrada. Lefort y Walker (2000) quienes estudian la estructura de la propiedad en Chile durante los noventa, encuentran que cerca del 70% de las empresas no financieras que se transan en bolsa pertenecen a algún

conglomerado. Observaron además, que estos grandes grupos controlaban entre el 76% y el 95% de los directores de las compañías en las que participaban, proporción superior a la de su participación accionaria. En 1998 los cinco mayores grupos económicos controlaban el 54% del total de los activos, destaca que en 1994 dicho porcentaje era 51% con lo que la concentración se habría incrementado durante el decenio. Los noventa fue una década positiva para la economía chilena, con una tasa de crecimiento promedio del producto de 6,4% anual, además en este período se profundizó el mercado de capitales, tal como lo muestra el Gráfico 1, por lo tanto ni el crecimiento económico ni la profundización del mercado de capitales habría impedido el incremento de la concentración durante los noventa.

Gráfico 1.

Evolución mercado de capitales chileno, 1990 a 2008

**GRÁFICO 1: CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL COMO % DEL PIB**



FUENTE: World Economic Indicators, WB

Agosin y Pastén (2003) investigan las mayores 177 empresas del total de 282 que se transaban en la bolsa en 1999, encuentran que al comienzo de la década de los noventa los cinco mayores grupos económicos eran propietarios del 30% de la capitalización bursátil de la Bolsa de Comercio de Santiago y tenían, en su conjunto, intereses en 301 compañías. Encuentran que los tres grupos económicos más grandes tienen, en promedio, cerca de tres cuartos de las acciones de las compañías investigadas. Luego, al considerar los diez mayores grupos económicos, se observa que poseen el 90% del total de las acciones. Indican además, que estos altos niveles de concentración son comunes a compañías de distintos sectores económicos.

De acuerdo a McKinsey (2007) en el 75% de las empresas que se transan en bolsa, el mayor accionista mantiene más del 30% de la propiedad. Entre las empresas del índice bursátil IPSA, el grupo económico más grande concentra el 41,2% de la capitalización y entre los tres mayores accionistas mantienen el 61%. Detectan, además, que cerca del 40% de las decisiones de las compañías se toman fuera del directorio, muestra de bajos estándares de gobierno corporativo.

A pesar de la marcada concentración de la propiedad en la economía chilena, característica que no incentiva la difusión de información oportuna, ni nivel de gobierno corporativo no resulta tan desalentador. El estudio de McKinsey & Co. (2004) situaba a Chile como uno de los países en desarrollo con mayor cumplimiento de los principios de gobierno corporativos desarrollados por la OCDE, además en la opinión de inversionistas institucionales, era el país emergente con mejor nivel de gobierno corporativo. La nueva medición realizada por McKinsey & Co. en 2007, muestra leves mejoras, sin embargo un retroceso en la posición relativa a otras economías.

La encuesta llevada a cabo por el Banco Mundial el año 2007 “Doing Business 2008” midió el grado de protección de los inversionistas, particularmente de los minoritarios, frente a potenciales abusos por parte de los directores y administradores de las compañías. Se evaluó la transparencia de las transacciones, la responsabilidad de los directores en la autocontratación y la capacidad que tienen los accionistas de llevar a juicio a los directores y administradores. Como se ve en los gráficos, Chile obtiene un puntaje general de seis de un máximo de diez, situándose sobre el promedio de los países de América Latina y el Caribe. En cuanto a divulgación de la información y responsabilidad de los directores, Chile supera al promedio de los países de la OECD. Sin embargo, obtiene un bajo puntaje relativo en la capacidad de los accionistas de entablar demandas.

### Cuadro 3.

#### Protección a los inversionistas, Encuesta “Doing Business 2010”

<b>TABLA 3: PROTECCIÓN A LOS INVERSIONISTAS, ENCUESTA DOING BUSINESS 2010</b>				
PAÍS / REGIÓN	ÍNDICE SINTÉTICO: PROTECCIÓN A LOS INVERSIONISTAS	RESPONSABILIDAD DE LOS DIRECTORES POR NEGOCIACIONES EN BENEFICIO PROPIO	DIVULGACIÓN DE LA INFORMACIÓN O TRANSPARENCIA EN LAS TRANSACCIONES	POSIBILIDAD DE LOS ACCIONISTAS DE DEMANDAR A EJECUTIVOS Y DIRECTORES POR MALA ADMINISTRACIÓN
LATAM Y EL CARIBE	<b>5,1</b>	5,3	4,0	6,0
OCDE	<b>5,8</b>	5,0	5,9	6,6
ARGENTINA	<b>4,7</b>	2	6	6
BRASIL	<b>5,3</b>	7	6	3
CHILE	<b>8,3</b>	8	8	9
COLOMBIA	<b>6,0</b>	6	7	5
CHINA	<b>5,0</b>	1	10	4
ESPAÑA	<b>5,0</b>	6	5	4
ESTADOS UNIDOS	<b>8,3</b>	9	7	9
MÉXICO	<b>6,0</b>	5	8	5
PERÚ	<b>6,7</b>	5	8	7
VENEZUELA	<b>2,3</b>	2	3	2

Existen dos particularidades de corte institucional que limitan de manera importante la ocurrencia de conflictos de interés en el mercado chileno. En primer lugar, la crisis del año 1982 puso de manifiesto los enormes costos que conlleva la insuficiencia de regulación en el mercado financiero, particularmente en el contexto de una economía altamente concentrada, donde los grandes grupos económicos participarían también en el sector bancario y financiero. Una de las consecuencias de la crisis en Chile fue el establecimiento de un riguroso sistema regulatorio para las instituciones bancarias y financieras, cuya fiscalización y vigilancia se encarga a organismos de alto nivel técnico, la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF) y la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS). En efecto, a pesar que Chile es una economía en desarrollo, con mercados de capitales y financieros relativamente poco profundos, cuenta con una sofisticada normativa de regulación bancaria y financiera, que es aplicada de manera rigurosa. Por ejemplo, los bancos están impedidos de realizar préstamos a empresas relacionadas, los activos y pasivos en moneda extranjera deben estar calzados, deben contar con provisiones adecuadas para

préstamos de mala calidad, además el regulador evalúa periódicamente la calidad de sus carteras y tiene la facultad de obligar a que los bancos incrementen sus reservas si lo consideran necesario (Agosin y Pastén, 2003).

La segunda particularidad del mercado chileno es la presencia de inversionistas institucionales importantes y bien desarrollados: las AFPs, lo cual no es una característica común en mercados de capitales de países en desarrollo. Los fondos de pensiones se constituyen como un importante actor dentro del mercado chileno, su valor supera el 60% del PIB y cerca del 60% se encuentra invertido en el mercado nacional.

### **3 AFPs, mercados de capitales y protección de accionistas minoritarios**

Hace casi treinta años Chile reformó su sistema de pensiones, reemplazando el antiguo sistema de reparto por uno de capitalización individual. El efecto de este sistema de pensiones sobre el gobierno corporativo en el mercado chileno ha sido positivo y se ha materializado a través de dos canales, uno indirecto mediante el desarrollo y profundización del mercado de capitales y un canal directo a través de la protección directa de los accionistas minoritarios que han realizado las AFPs. Lo que a su vez ha inducido a incrementar y perfeccionar la regulación de los mercados en materias de conflicto de interés, divulgación de información y otros aspectos que guardan directa relación con el funcionamiento del gobierno corporativo al interior de las empresas.

#### **3.1.1 Canal indirecto de influencia positiva de las AFP en el gobierno corporativo de las empresas**

Las AFPs comenzaron a invertir en acciones en 1985, desde esa fecha han mantenido una presencia importante en el mercado y se han caracterizado por ejercer de manera activa su rol como inversionistas, contribuyendo a la profundización del mercado de capitales chileno. Los fondos de pensiones han aportado un cuantioso volumen de recursos, alcanzando importantes cuotas de participación en el conjunto del mercado local, tal como se observa en el Gráfico 2. Este mayor ahorro financiero, ha llevado a un reconocido e importante aporte de los fondos de pensiones a la economía chilena en general (Corbo y Schmidt-Hebbel, 2003) y particularmente al mercado de capitales, lo que mediante distintos canales ha tenido un efecto positivo en el gobierno corporativo de las empresas nacionales. En efecto, el aumento de los volúmenes de transacción y su frecuencia, han hecho más atractiva la emisión

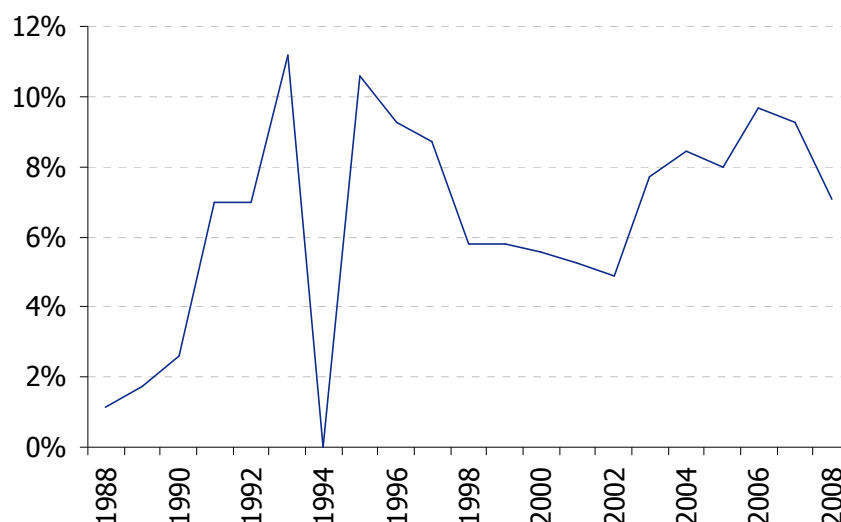


de acciones como alternativa de financiamiento, incrementando el número de empresas que se encuentran listadas en bolsa; además este mayor y más frecuente movimiento de capitales ha permitido que se aprovechen economías de escala, surgiendo una industria financiera cada vez más completa y de mayor calidad, lo que a su vez ha facultado el incremento de la información y la oportunidad en la divulgación, de esta manera se han reducido los costos de monitoreo. Este ambiente, más dinámico, transparente y profesionalizado en el que se desenvuelven las empresas ha forzado a que estas incrementen la calidad de sus gobiernos corporativos.

**Gráfico 2.**

Fondos de pensiones como % de la capitalización bursátil, serie histórica

**GRÁFICO 2: INVERSIÓN DE LOS FONDOS DE PENSIONES EN ACCIONES CHILENAS COMO % DE LA CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL**



FUENTE: World Development Indicators, WB

### 3.1.2 Canal directo de influencia positiva de las AFP en el gobierno corporativo de las empresas

Otro canal mediante el cual las AFPs en representación de los fondos que administran, han contribuido a propiciar mejoras en los gobiernos corporativos de las compañías chilenas, es de manera directa a través de la defensa de los intereses de los accionistas minoritarios.

Las AFPs manejan grandes sumas de recursos, sin embargo debido a la regulación, que les impide poseer a nivel individual más del 7% de la propiedad de las compañías en las que invierten, toman el papel de accionistas minoritarios ante los grupos controladores de las empresas donde han invertido los recursos. Como se observa en el Cuadro 4, las distintas Administradoras de Fondos de Pensiones, mantienen porcentajes importantes aunque limitados de la propiedad de la mayoría de las empresas con presencia bursátil en el mercado chileno.

#### Cuadro 4

##### Porcentaje de acciones en AFP de las principales empresas chilenas

<b>TABLA 4: PARTICIPACIÓN DE LOS FONDOS DE PENSIONES EN LA PROPIEDAD DE EMPRESAS DE ALTA CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL, A SEPTIEMBRE DE 2009</b>	
<b>ACCIONES EMPRESAS</b>	<b>% DE ACCIONES EN PODER DE LOS FONDOS DE PENSIONES</b>
ANTARCHILE	2,2%
CAP	9,8%
CENCOSUD	11,0%
CMPC	13,0%
COPEC	6,8%
ENDESA	19,5%
ENERSIS	17,1%
FALABELLA	3,9%
LAN	5,7%
SQM-A	0,0%
SQM-B	4,6%

FUENTE: Bolsa de Comercio de Santiago y Superintendencia de Pensiones

La regulación limita la participación de las AFPs en las compañías, lo que les impide participar directamente en la administración de las empresas en las que han invertido. Esta es una limitación adecuada, puesto que las Administradoras sólo deben prestar servicios relacionados con las pensiones, se constituyen como sociedades de giro único, lo que implica que en materia de inversiones su labor fundamental es administrar portafolios, y no coadministrar empresas. Agregar a las funciones de las AFP la labor de coadministrar las compañías en las que invierten los recursos que administran, las haría perder el foco previsional para el cual están mandatadas, además obligaría a montar enormes estructuras de administración en su interior que impactarían en el costo del sistema de pensiones.

Bajo el esquema regulatorio que acertadamente limita su participación en las empresas en la que se invierten los recursos, la posibilidad y responsabilidad de ejercer el derecho como accionistas (en representación de los fondos que administran), se reduce a la participación en las Juntas de Accionistas y mediante la elección de directores independientes, cuando corresponda. De esta manera, en el mercado de capitales chileno las AFPs se han erguido como el principal accionista minoritario, con la particularidad de ser actores informados, poderosos y cuyas acciones tienen alta visibilidad pública.

La ley impone a las AFP la obligación de concurrir a todas las juntas de accionistas, de tenedores de bonos y de aportantes a los fondos de inversión en las que el fondo de pensiones haya adquirido acciones, bonos o cuotas. El directorio es encargado de designar a su mandatario, que sólo podrá actuar de acuerdo a las facultades que le han conferido. Además, se estipula que en las juntas y asambleas siempre deberán pronunciarse respecto a cualquier acuerdo que se adopte y tendrá que quedar constancia de sus votos en el acta correspondiente.

La ley también obliga a las AFP a votar por directores independientes, de acuerdo a la definición establecida por Ley de Sociedades Anónimas, e indicando una serie de inhabilidades adicionales<sup>1</sup>. Adicionalmente, la Ley faculta a las AFP para actuar concertadamente entre ellas o con otros accionistas minoritarios para elegir a los directores, lo que les facilita la elección de uno o más directores. Si bien, luego se estipula expresamente que *“no podrán realizar ninguna gestión que implique participar o tener injerencia en la administración de la sociedad en la cual hayan elegido uno o más directores”*. Si bien la ley establece normas para la elección de directores<sup>2</sup>, las AFP han ido más allá instaurando desde hace algunos años un proceso transparente y profesional para la elección de sus candidatos, que consiste en la contratación de una consultora para su selección. Más recientemente, en 2009, la Superintendencia de Pensiones se ha sumado a la iniciativa, publicando un registro de directores en el que se puede inscribir cualquier profesional domiciliado en el país, estableciendo que estar inscrito en el registro es condición necesaria para que un candidato a director sea votado por representantes de las AFP.

De esta manera, se ha observado que las AFPs contribuyen a elegir una fracción importante de los directores independientes en las compañías

---

<sup>1</sup> Véase D.L. 3.500 artículo 155.

<sup>2</sup> El directorio de la AFP tendrá que determinar el nombre del candidato por el que votarán sus representantes, lo que en conjunto con los fundamentos de este acuerdo deberá quedar registrado en el acta del directorio de la administradora. Además, se estipula que los representantes de la AFP están obligados a manifestar su voto a viva voz y han de dejar constancia en el acta de la respectiva junta de accionistas.

chilenas, porcentaje que se ha ido incrementando conforme aumentan los recursos invertidos. De acuerdo a Iglesias-Palau (2000) en 1998 el 10% del total de los directores de compañías habían sido elegidos con la votación de las AFPs, datos de 2007 indican que dicho porcentaje alcanzaría 16%. Es importante precisar que, en cualquier caso, los directores nombrados con los votos de las AFP cumplen un rol fiduciario al igual que el resto del ente colegiado. Cada miembro del directorio tiene la obligación y la responsabilidad legal de desempeñarse en el interés de todos sus accionistas, con el único objetivo de beneficiar a la empresa como un todo, es absolutamente contrario al deber de un director tomar acciones a favor de un subgrupo de ellos. Por lo tanto, un director nombrado con los votos de las AFP no debe velar por los intereses de la administradora ni de los fondos de pensiones, sino que debe hacerlo por el mejor interés de la empresa, lo que beneficiará a quién lo ha nombrado y también a todos los demás accionistas.

Un aspecto adicional a destacar es la notoriedad de las acciones de las AFP en el mercado. El sistema de pensiones en Chile impone la obligación de cotizar a los trabajadores, por lo que el funcionamiento del mercado de capitales no es una materia ajena a los intereses de la sociedad. Previamente a la instauración del sistema la participación estaba reservada a una pequeñísima proporción de la población, mientras que actualmente se puede argumentar que prácticamente la totalidad de la población en edad de trabajar, a través de su participación en cuotas de los fondos de pensiones, tiene –o debería tener– interés en el funcionamiento del mercado de capitales.

Como consecuencia de este mayor interés público, se ha elevado la transparencia y disposición de información del mercado, puesto que el público así lo está exigiendo, elevando la presión a las compañías por entregar información oportunamente.

La visibilidad de las acciones que realizan las AFP y el interés que éstas suscitan, constituyen un poderoso instrumento para enfrentar o presionar a los controladores de las compañías frente a eventuales comportamientos contrarios a las buenas prácticas de gobiernos corporativos, pese a poseer una posición minoritaria. En los recuadros I y II se exponen dos casos en los que participaron las AFP, donde hubo situaciones complejas desde la perspectiva de conflictos de interés y funcionamiento del gobierno corporativo, el primero corresponde a un caso de falta de lealtad debida por parte de un grupo de accionistas y el segundo corresponde al fracaso de un directorio.

Los casos que se revisan más adelante, refuerzan la intuición que las AFP pueden conseguir influir en el funcionamiento de los gobiernos corporativos de las empresas. Si bien es infrecuente observar que los controladores incurran en comportamientos extractores de rentas o de manejo inadecuado de los roles al

interior de las compañías, como muestran los casos que se revisan, cuando ello ocurre, las AFP están más informadas para detectarlos, cuentan con más recursos para iniciar acciones legales y su opinión es escuchada por el público, lo que constituye una presión adicional sobre la empresa en cuestión.

Por último, otro importante factor de influencia de las AFP sobre el funcionamiento de los gobiernos corporativos, son los efectos sobre la regulación de los mercados bancario y financiero. Como se expuso previamente, con el sistema de capitalización individual, el mercado de valores afecta un aspecto altamente sensible para el interés público, las pensiones, ellos no sólo han logrado que la sociedad preste mayor atención su funcionamiento, sino que también lo haga la autoridad. Con las pensiones dependiendo, en parte, del funcionamiento del mercado de valores, el regulador tiene más incentivos a mejorar su fiscalización y regulación al mismo, puesto que el riesgo financiero mal manejado podría tener enormes costos políticos y fiscales.

En efecto, ya en 1985 y, en parte debido a las necesidades que imponía el nuevo sistema de pensiones, se creó un sistema de calificación de riesgo obligatorio. Conforme el sistema ha ido madurando, se han dejado ver nuevas necesidades o aspectos insuficientemente regulados en estos mercados.

### *3.2 Rol de las AFPs en propiciar buen gobierno corporativo: análisis de casos*

Los dos casos que se revisan más adelante en este documento, en los que las AFP han ejercido activamente los derechos que le corresponden en nombre de los fondos administrados, han culminado con la publicación de sendas leyes que regulan los aspectos en cuestión.

- El caso Chispas catalizó el surgimiento de la Ley de OPAs, que reglamenta la compra de acciones para hacerse del control de una empresa.
- El caso Fasa impulsó la promulgación de la ley de gobiernos corporativos, que precisa el concepto de información privilegiada, establece nuevas exigencias a los directorios y obliga a que las sociedades anónimas abiertas que tengan más de un 12,5% de su propiedad en poder de accionistas minoritarios deben contar con director independiente, al que además se le asignan una serie de funciones.

La normativa sobre directores independientes generó una gran controversia, debido a que se amenazaba el equilibrio que otorga “una

acción, un voto”. Sin embargo, la normativa intenta solucionar el problema de acción colectiva que se puede presentar en la elección de directores, si los accionistas minoritarios no son capaces de ponerse de acuerdo. Se establece que si ninguno de los candidatos independientes alcanza la mayoría suficiente, será elegido aquel con más alta votación.

Aún es necesario que en Chile se tome más conciencia de la relevancia del gobierno corporativo en el éxito empresarial y económico. Es factible pensar en medidas adicionales que se pueden tomar con el objeto de mejorar su estándar, por ejemplo se podría incentivar la certificación de los gobiernos corporativos en las empresas (similar a la calificación de riesgo) para que su funcionamiento sea un factor más fácilmente observable por el mercado y, eventualmente, pueda incrementar su exigencia a este respecto. Otra alternativa interesante es fomentar la introducción del *controller*, que desempeñaría un nuevo cargo en las empresas, que consiste en una persona o grupo de personas que reporta directamente al directorio siendo autónomas respecto a la administración de la empresa. Estos, están encargados de reportar todos los riesgos a los que se puede enfrentar la empresa, y para ello deben ser absolutamente independientes y con poderes otorgados por el directorio para recabar información a todo nivel en la compañía.

Más allá de la situación particular de los gobiernos corporativos en Chile, la reciente crisis financiera ha puesto en evidencia los altos costos que puede tener la deficiencia de los mercados en esta materia. Es factible prever una mayor preocupación por parte del mercado por aspectos relacionados al manejo de riesgos al interior de las compañías, el establecimiento de derechos y responsabilidades de todo aquel que tenga interés en una empresa, mecanismos de control y de toma de decisiones, entre muchos otros factores que reflejan la calidad del gobierno corporativo de las empresas.

### **3.2.2 El caso Chispas<sup>3</sup>**

Una de las referencias emblemáticas en los que se pudo observar la defensa que hicieron las AFPs de los intereses de los accionistas minoritarios fue el conocido popularmente como caso Chispas.

En 1997, el holding eléctrico más grande Enersis de Chile se vendió en circunstancias irregulares a Endesa España, de propiedad española que operaba en el mismo sector. Enersis era originalmente una empresa pública: Chilectra Metropolitana, que fue privatizada a fines de la década de los ochenta, con el mecanismo que se conoció como “capitalismo popular”, según el cual los trabajadores y administradores podían adquirir acciones de la

---

<sup>3</sup> Basado en Agosin y Pastén (2003). Traducción propia.

misma. El gerente general de la empresa estatal se transformó, mediante este mecanismo, en el principal poseedor de las acciones de la empresa privatizada. Posteriormente se realizaron reestructuraciones e inversiones que transformaron a Enersis en un holding. Los controladores de Enersis eran una serie de sociedades de inversión de propiedad de los antiguos trabajadores, las que en su conjunto poseían el 32% de la propiedad. El conglomerado fue creciendo y adquirió el control de la principal empresa generadora de electricidad: Endesa Chile. Las distintas inversiones de Enersis le significaron aumentar en 50 veces su valor, transformándose en uno de los principales conglomerados de América Latina, con intereses en Chile, Argentina, Perú, Brasil y Colombia.

Cuando Endesa España hizo la oferta de compra, varias AFPs tenían una importante participación en acciones de Enersis. Sin embargo, el poder de las AFPs en la empresa era mínimo. Cada “Chispa” –empresa más pequeña que formaba parte de Enersis- tenía dos clases de acciones: A y B. Las acciones tipo A tenían derecho a mayores dividendos, pero no tenían derecho a voto. Por lo tanto, Enersis estaba realmente controlada por los propietarios de las acciones tipo B, a pesar que sólo representaban el 0,06% de la compañía. El antiguo gerente general de Chilectra Metropolitana era el principal propietario de las acciones tipo B.

Endesa España negoció directamente con los controladores e hizo una OPA para las acciones tipo A y B, en la que se ofrecía pagar un precio 840 veces mayor por las acciones tipo B (se ofreció \$220 por las acciones tipo A y \$185 000 por las tipo B). Además, Endesa España le dio a los tenedores de las acciones tipo B la posibilidad de comprar a un precio preferencial sus propias acciones y les aseguraba que se les mantendría como administradores de Enersis por al menos cinco años.

Los pequeños accionistas individuales –en su mayoría antiguos empleados de Chilectra Metropolitana- estaban muy contentos con la venta, tomando en consideración que el precio de la acción se había multiplicado varias veces en sólo diez años. Sin embargo, las AFPs que tienen mayor conocimiento e información protestaron por la operación, ya que consideraban que los beneficios para los propietarios estaban siendo desigualmente distribuidos. Además las AFPs argumentaron que existían efectos perjudiciales para los accionistas minoritarios que no aceptaran la oferta por las acciones tipo A.

Las AFPs tuvieron éxito en su demanda y eventualmente la operación fue revocada por las cortes chilenas. En 1999, Endesa España logró finalmente adquirir Enersis, pero los antiguos controladores fueron legalmente excluidos.

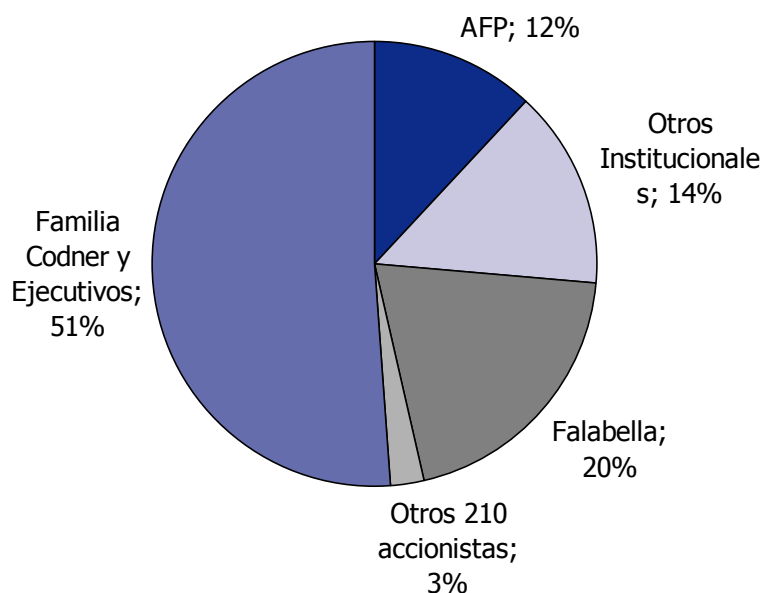
### 3.2.2 El caso Fasa

Fasa (Farmacias Ahumada S.A.) es una cadena de farmacias que a diciembre de 2008 contaba con 1.255 locales en Chile, México y Perú, las ventas de ese mismo año alcanzaron los USD 1.769 millones. La historia de Fasa comienza en 1969 con la apertura de su primer local en Santiago de Chile, tras un período de crecimiento en el mercado chileno, en 1996 comienza la internacionalización de la empresa mediante la apertura de Boticas Fasa en Perú; ese mismo año crea la filial Laboratorios Fasa S.A. que desarrolla productos de marca propia.

En 1997 se realiza la apertura en bolsa de la compañía en la Bolsa de Comercio de Santiago recaudando cerca de USD 21 millones. Al año siguiente, el holding chileno Falabella S.A.C.I (cuya principal actividad es el comercio minorista) adquiere el 20% de Fasa y el fondo de inversión norteamericano Latin Health Care Fund adquiere un 7,7% de la propiedad: estas operaciones implican un aumento del capital de Fasa de USD 47 millones. A pesar de la incorporación de estos nuevos accionistas, la familia Corner, fundadora de la empresa, ha mantenido siempre el control sobre la misma. Así, a septiembre de 2009 poseía el 51% de las acciones de Fasa.

Gráfico 3.

**GRÁFICO 3: ESTRUCTURA DE PROPIEDAD DE FASA, A SEPTIEMBRE DE 2009**



Fuente: Fasa

FASA es dirigida por un directorio constituido por nueve miembros titulares y nueve suplentes, los cuales tienen una duración de tres años en sus funciones



y pueden ser reelectos. El directorio que estaba funcionando a comienzos de 2008 había sido conformado en abril de 2007. A la cabeza se encontraba el fundador y presidente ejecutivo de la compañía, José Codner, con sus votos habían resultado electos otros cuatro directores: Eduardo Bellinghausen, Gabriel Berczely, Álex Fernández y Jaime Sinay. Con los votos de las AFP se eligieron dos directores: Pablo Lamarca y Ernesto Labatut. Los dos directores restantes fueron electos con los votos de Falabella: Juan Cuneo y Juan Benavides, cuyos cargos corresponden a vicepresidente y gerente general del holding respectivamente.

En Chile, el mercado farmacéutico se encuentra consolidado y conformado por tres grandes cadenas –Fasa, Cruz Verde y Salcobrand- que en su conjunto acaparan más del 90% del mercado (Fasa cerca del 30%). El año 2005 comenzó una intensa guerra de precios que habría durado casi tres años estrechando los márgenes. En diciembre de 2008 la Fiscalía Nacional Económica (FNE) efectuó un requerimiento en contra de las tres cadenas farmacéuticas que habrían efectuado un acuerdo colusivo para poner fin a la guerra de precios y comenzar un proceso de alza concertada del precio de los medicamentos, como especifica el requerimiento “las requeridas ejecutaron y celebraron hechos, actos y convenciones que tuvieron por objeto y efecto fijar al alza, concertadamente, el precio de venta al público de productos farmacéuticos, impidiendo, restringiendo o entorpeciendo la libre competencia”. El 13 de marzo de 2009 se concretó un acuerdo de conciliación entre la FNE y Fasa, en el que esta última reconocía los cargos y aportaba antecedentes de éstos, sin embargo estipulaba que “*ni la Vicepresidencia Ejecutiva ni su Directorio tuvieron jamás conocimiento de tales hechos [acuerdo colusivo], ni menos los consintieron o instruyeron*”. El acuerdo establecía además, una multa equivalente a algo más de un millón de dólares. A cambio de la confesión y colaboración, la FNE retiró los cargos a Fasa y sus ejecutivos.

El acuerdo entre Fasa y la FNE se dio a conocer públicamente el 24 de marzo, sin embargo el directorio sólo fue informado el día anterior a las 17:20. El 28 de marzo, en el marco de una reunión de la Asociación de Administradoras de Fondos de Pensiones, las AFP en su calidad de accionistas minoritarios manifestaron su preocupación y la eventual llamada a una junta extraordinaria de accionistas de Fasa. Dado que entre las cinco AFP concentran más del 10% de la propiedad de Fasa, la regulación les permite exigir una junta extraordinaria de accionistas que tendría que convocarse en un plazo máximo de 30 días. El 30 de marzo, los directores de la compañía designados por las AFP y Falabella enviaron una carta al controlador y presidente del directorio, José Codner, en la que solicitaban la salida del vicepresidente ejecutivo, Alejandro Rosemblatt (yerno de Codner) y del fiscal de la compañía, Sergio Mesías, debido a que no habían informado al directorio sobre los antecedentes

de colusión que se habían encontrado en la empresa, ni de las negociaciones sostenidas con el fiscal. Fuentes cercanas al directorio habrían indicado que en las reuniones de directorio sostenidas desde diciembre de 2008, el controlador habría asegurado que el requerimiento de la FNE no tendría efectos. En la misiva también se repudió la reconocida colusión y se criticó que la administración no hubiese estado al tanto. En una segunda carta, enviada por Juan Benavides (gerente general de Falabella y director de Fasa), se solicitó una junta extraordinaria de accionistas, siguiendo a la solicitud que ya habían hecho las AFP, para que la administración explique los alcances y consecuencias del acuerdo de colusión. El 31 de marzo, el controlador y los cuatro directores nombrados por él hicieron una declaración pública en la que lamentaban las críticas públicas hechas por los otros directores –de Falabella y las AFP- y manifestaban su completo respaldo al actuar del vicepresidente ejecutivo y el fiscal de la compañía; de acuerdo a ellos, la administración de Fasa tenía atribuciones para llegar a un acuerdo con la fiscalía, que además consideraban que era un buen arreglo para los accionistas.

La junta de accionistas y la junta extraordinaria de accionistas se celebraron el día 28 de abril, la reunión fue extremadamente tensa, con fuertes acusaciones entre ambas partes, lo anterior pese a los acercamientos previos que había tenido la gerencia de Fasa con las AFP para explicarles el acuerdo alcanzado con la FNE. Sin embargo, tanto las AFP como Falabella insistirían en la remoción de la plana ejecutiva de la compañía farmacéutica, esta solicitud ya había sido solicitada en la reunión de directorio que tuvo lugar unas semanas antes, sin embargo había sido rechazada por cinco votos contra tres. En esta oportunidad, los minoritarios recriminaron la remuneración de José Codner -como director, presidente y ejecutivo de Fasa- que anualmente superaba el 9% de las utilidades del ejercicio 2008, además del arriendo de oficinas con cargo a la compañía.

En la agitada reunión, Juan Cuneo (director nombrado por Falabella y vicepresidente de ese holding) sostuvo que “la decisión que ha provocado una de las crisis más complejas en la historia de Fasa debió haber sido discutida, analizada y definida en el directorio.” Luego agregó que no entendía “por qué los responsables no son sancionados y por qué la administración que debió haber sido capaz de detectar estos actos sigue dentro de la compañía”. El controlador José Codner justificó el accionar de la administración diciendo “créanme, había mandatos. Moralmente, tendríamos que haber ido al directorio, pero *no teníamos un directorio que yo considerara idóneo* para arriesgar el acuerdo que tenía con el fiscal (económico)”; luego agregó “¿Por qué no fue informado el directorio en su profundidad? El primero que lo debe saber es Juan Cuneo y que se atenga a las consecuencias”. En este punto el controlador hace alusión a las relaciones comerciales existentes entre Falabella y una de las cadenas farmacéuticas de la competencia, además de la

relación con algunos laboratorios situación que también afectaría a los directores nombrados por las AFP.

Por último, un hecho que curiosamente no fue objetado por la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS), se sometió a votación la aprobación de la Memoria 2008, el acta y el pago de dividendos, sin embargo la votación se realizó ítem por ítem, por lo que las posiciones contrarias de los accionistas minoritarios no fueron incluidas.

Luego de la junta, a la que acudió un representante del regulador, lo que no es habitual, los minoritarios continuaron insistiendo en la necesidad de renovar el directorio. El abogado de José Codner se reunió con cada una de las AFP para buscar un acuerdo, sin embargo la propuesta de Codner no dejó conforme a las AFP, puesto que no se realizaban ajustes al directorio. Tras el fracaso de los acercamientos, AFP Habitat pidió públicamente la salida de Codner del directorio y de Rosemblatt y Mesías de la administración. AFP Capital fue aún más lejos y anunció que interpondrá una demanda contra José Codner debido a infracciones a los estatutos de la sociedad y a la ley de sociedades anónimas; para lo cual la AFP solicitó la conformación de un tribunal arbitral de acuerdo a los estatutos de Fasa. La demanda fue presentada finalmente el 20 de agosto, en la que además se acusa a Codner de causar “daños, perjuicios e incluso privación de los derechos emanados de las acciones de Fasa”. En respuesta, el presidente de la farmacéutica contrademandó a la AFP por su responsabilidad en el ejercicio abusivo de sus derechos de accionistas y por causar daño a la imagen y honra de José Codner. Además, demandó a la matriz de AFP Capital –ING en Holanda- por una reunión que habrían sostenido los directores nombrados por las AFP con la administradora, lo que supuestamente implicaría una manipulación indebida de directores para que quebrantasen su deber de reserva.

El 2 de julio la SVS formuló cargos contra toda la mesa directiva de Fasa y su vicepresidente ejecutivo. A Codner y Rosemblatt se les formuló cargos por exceder sus atribuciones arrogándose (Codner) facultades propias del directorio y no informar al directorio sobre el acuerdo conciliatorio. A los ocho directores restantes se les acusó de falta de diligencia en informarse. La Asociación de AFP expresó su respaldo público al actuar de la SVS, aunque manifestó confianza en el accionar de los dos directores elegidos con sus votos.

La formulación de cargos por parte de la SVS generó un nuevo quiebre en el directorio, esta vez entre el controlador y los cuatro directores nombrados con sus propios votos, puesto que éstos habrían comenzado a actuar en función de proteger su prestigio según informaron a la prensa cercanos a Codner. La situación se hizo insostenible y finalmente el 3 de noviembre se citó a una junta extraordinaria de accionistas para renovar el directorio, además de

anunciar que se trabaja en la formulación de un código de gobierno corporativo y en la actualización del código de ética de la compañía. Sin embargo, este nuevo plan de gobierno corporativo, también ocasionó roces puesto que Codner propuso como asesor a Fernando Lefort (experto en la materia) lo que fue cuestionado por varios directores (incluso los elegidos con los votos del controlador), seis de los nueve directores solicitaron una reunión extraordinaria. Otras dos materias que se esgrimieron al presentar la citación fueron, el arriendo de una oficina para el presidente del directorio costado por la farmacéutica y el contrato de trabajo como presidente ejecutivo. La razón para oponerse al nombramiento de Lefort fue que elaboró un informe para que Codner presentara en el marco del juicio arbitral que mantiene con AFP Capital.

El 4 de noviembre, sólo un día después que se convocara a una junta extraordinaria de accionistas, José Codner renunció a la presidencia del directorio y a la presidencia ejecutiva de Fasa, aunque anunció que se mantendría como director. La decisión la comunicó a los demás directores de Fasa mediante una carta en la que manifiesta su indignación “ya no les quedan prácticamente armas de lucha a nuestros Krumiros<sup>4</sup> del directorio elegidos con nuestros votos: Jaime Sinay, Gabriel Berzcely, Álex Fernández y Eduardo Bellinghausen; ayer perdí una votación de siete en contra y una abstención”. En otra parte de la misiva agrega “espero no volverlos a ver nunca más en mi vida”. Una semana más tarde Gabriel Berzcely envió una dura carta de respuesta a Codner en la que le enrostra que la única responsabilidad de ellos (directores elegidos con sus votos) es no comulgar con sus desvaríos, agrega “los problemas del directorio los has generado tú, no sólo con tu decisión de ocultar información, sino principalmente con tus acciones posteriores: declaraciones incendiarias, agresividad en las reuniones de directorio, reiteración de decisiones sin consultar al directorio, etc.”

Finalmente, el 26 de noviembre se efectuó la junta de accionistas de Fasa donde se concretó la salida de José Codner de la mesa directiva y de los cuatro directores elegidos con sus votos. Los directores elegidos con los votos de Falabella se mantuvieron en sus cargos, por su parte, los elegidos por las AFP habrían renunciado, sin embargo las administradoras no alcanzaron a realizar el proceso de selección de nuevos candidatos, por lo que les pidieron que se mantuvieran como directores hasta abril.

A la presidencia del directorio llegó Enrique Cibié, presidente de Fasa Perú, cercano al controlador y además contó con la venia de Falabella y las AFP. Adicionalmente, con los votos del controlador se nombró al empresario Álvaro Fisher; al presidente de LAN Perú Emilio Rodríguez; al abogado del estudio asesor de José Codner, Nicolás Tagle y al académico experto en gobiernos

---

<sup>4</sup> Krumiros: Rompehuelgas.

corporativos Fernando Lefort. El gerente general y yerno de Codner, Alejandro Rosemblatt, también fue reemplazado por Marcelo Weisselberger quién se desempeñaba como director corporativo de finanzas en la misma empresa.

El 4 de enero de 2010, la SVS sancionó al presidente, máximo ejecutivo y directores de Fasa por incumplir las obligaciones que les impone la ley de Sociedades Anónimas. La SVS manifiesta que *“estas sanciones se refieren a las responsabilidades de gobierno corporativo de estos directivos por el inadecuado procedimiento que usaron para enfrentar el proceso seguido contra FASA por la FNE”*. El único de los ejecutivos a los que se le habían formulado cargos que no fue multado fue el fiscal, Sergio Mesías, por considerar que se limitó a cumplir ordenes.

Específicamente, se multó al vicepresidente ejecutivo, Alejandro Rosemblatt con una multa de UF 2.000 por *“no informar debida y oportunamente al directorio”*. Al presidente del directorio, José Codner, con una multa de UF 1.500 por que *“se arrogó funciones propias del órgano colegiado [el directorio] creado para administrar la compañía, mediante la decisión de omitir toda la información al respecto a los miembros del mismo”*.

Además, la SVS multó a todos los demás directores de la compañía con UF 300 cada uno por *“no haber ejercido debida y oportunamente su derecho legal a informarse, como debieron hacerlo en virtud de los antecedentes con que contaban”*. El regulador cuestiona que siendo de público conocimiento que la FNE llevaba adelante una investigación contra FASA, materia mencionada en junio de 2008 según consta en las actas de directorio, además que el directorio fue informado en diciembre de 2008 de la contratación de un abogado experta en libre competencia (aún cuando la contratación se produjo seis meses antes), los directores no hayan consultado, ni analizado, ni cuestionado en las reuniones de directorio respecto al supuesto acto colusivo o al proceso que seguía la FNE.

Todos los sancionados apelaron a las multas impuestas por la SVS, salvo José Codner, quien decidió pagar la multa, aun cuando se manifestó contrario a la resolución tomada por la autoridad. Su decisión la dio a conocer mediante una carta enviada a la SVS en la que criticaba duramente la resolución *“hago presente al señor superintendente mi total y absoluto rechazo al contenido y a la decisión adoptada”*, luego agrega *“el yerro fundamental de la resolución ...,consiste en que intenta –no sólo de manera pretenciosa, sino que además ilegal- transformar en conductas típicamente antijurídicas consideraciones o actuaciones que en realidad no son sino una manifestación del juicio de prudencia (y en definitiva de libertad individual) de un administrador fiduciario (...) se estaría sentando un precedente extraordinariamente grave, que implica que la SVS entraría a coadministrar las compañías”*.

Si bien es evidente el fracaso de este directorio, lo cual afecta al conjunto de participantes, no parece tan adecuado imponer sanciones a los directores por *“no ejercer su derecho a informarse”*, ya que no se debe perder de vista que su rol es directivo y no ejecutivo. Si bien puede ser deseable que en algunos casos los directores sean más inquisitivos, la amenaza de una multa puede desnaturalizar su función estratégica enlodándola con temas de índole operativo.

Cabe destacar que el fracaso de este directorio se precipitó debido al mal manejo realizado por el controlador y la plana administrativa mayor de la empresa. En este caso, el problema no pasó por una eventual extracción de rentas a los accionistas minoritarios, sino por una falta de acuciosidad y comprensión de los derechos y deberes que tiene el directorio.

El acuerdo alanzado con la FNE puso de manifiesto las prácticas y procedimientos errados llevados a cabo en FASA. De hecho el directorio probablemente habría aprobado el acuerdo si se lo hubiesen presentado, tal como algunos miembros del directorio manifestaron con posterioridad. Efectivamente, el trato era beneficioso al interés de la compañía, puesto que reducía la eventual multa de USD 15 millones a algo más de USD 1 millón, además la FNE renunciaba a los requerimientos en contra de FASA, sus directores, ejecutivos y trabajadores.

Sin embargo, se optó por no seguir con el procedimiento que correspondía, contraviniendo la Ley de Sociedades Anónimas que en el artículo 39 establece el derecho de los directores a estar informados, según el controlador ello se explica porque no confiaba en su directorio y temía que el acuerdo se filtrara, lo que habría implicado su fracaso. Nuevamente, se obvió la Ley vigente que en el artículo 43 obliga a los directores a guardar reserva de la información. Además, si existen sospechas respecto a que algún director tenga conflictos de interés, la ley otorga instancias y mecanismos de solución, como recurrir a la junta de accionistas. Las lamentables declaraciones del controlador en la junta de accionistas del 28 de abril provocaron el quiebre definitivo al interior del directorio, la polémica continuó con una seguidilla de acusaciones cruzadas.

Otro hito importante de este caso es la entrada de la SVS en el conflicto, previo a que la autoridad se pronunciara, los problemas en el directorio enfrentaban a aquellos elegidos por el controlador con los elegidos por los accionistas minoritarios. Luego, el controlador perdió el respaldo de los directores elegidos con sus votos y las acusaciones públicas continuaron con fuerza, saliendo a la luz el sueldo de Codner, la contratación de unos abogados y el arriendo de oficinas, ambos con cargo a la empresa.

El fracaso de este directorio impactó negativamente en la imagen y reputación de FASA, además de la de los ejecutivos involucrados.

Finalmente, la SVS impuso multas a todo el directorio, al controlador y al vicepresidente ejecutivo. En la empresa, por su parte, el directorio fue parcialmente renovado, manteniéndose los directores elegidos con los votos de los accionistas minoritarios, la plana administrativa superior también fue reemplazada y se comenzó a trabajar en una completa reforma al sistema de gobierno corporativo que contempla: la generación de un código en esta materia, la actualización del código de ética, políticas de delegación de autoridad y la conformación del canal ético.

De acuerdo a una encuesta realizada por Ernst & Young en conjunto con el periódico El Mercurio, que consultaron a 119 altos ejecutivos de las mayores empresas del país respecto a sí a partir del caso Fasa habían tomado medidas al interior de sus respectivas empresas. Más del 60% de los encuestados declara que en sus compañías se han tomado medidas a nivel de gerencia o directorio, entre las que destaca la introducción de un nuevo código de conducta o reglamento interno. Además, el 53% de los encuestados afirma que el directorio de su empresa ha aumentado la solicitud de información hacia la gerencia.

## 4 Conclusiones

El efecto del sistema de pensiones de capitalización individual sobre el gobierno corporativo en el mercado chileno ha sido positivo. Se observan fundamentalmente dos canales mediante los cuales el sistema ha impactado los gobiernos corporativos de las empresas. Existe un canal indirecto que responde al efecto del sistema sobre las industrias financieras chilenas, las que se han desarrollado y profundizado. Las AFP, al ser el principal accionista minoritario del mercado chileno, también han incidido de manera directa, mediante el ejercicio activo, a nombre de los fondos que administran, de sus derechos como inversionistas.

En 1981 se reformó el sistema de pensiones en Chile, reemplazando el antiguo sistema de reparto por uno de capitalización individual. Este sistema incrementó de manera importante el ahorro financiero nacional, dinamizando y profundizando las industrias relacionadas. En efecto, el aumento de los volúmenes de transacción y a la frecuencia de éstas ha permitido que se aprovechen economías de escala, lo que facultó el surgimiento de industrias financieras cada vez más profesionalizadas y competitivas, además de un incremento en la información disponible y una mejora en la oportunidad con

la que se difunde. Este ambiente ha progresivamente impuesto mayores exigencias al estándar administrativo de las sociedades emisoras.

Otro canal mediante el cual las AFPs, en representación de los fondos que administran, han contribuido a propiciar mejoras en los gobiernos corporativos de las compañías chilenas, es de manera directa a través del ejercicio activo de sus derechos como accionistas minoritarios. Si bien las AFPs manejan grandes sumas de recursos, la regulación les impide poseer a nivel individual más del 7% de la propiedad de las compañías en las que invierten, ello conduce a que se hayan erguido como los principales accionistas minoritarios del mercado chileno frente a los grupos económicos que controlan las empresas donde han invertido los recursos. Bajo este esquema, las AFP a nombre de los fondos que administran han de ejercer el derecho como inversionistas mediante la participación en las Juntas de Accionistas y la elección de directores si el porcentaje de acciones en poder de los fondos así lo amerita. La regulación expresamente exige a las Administradoras (o un representante de éstas) participar en todas las juntas y votaciones que se realicen, de lo que debe quedar constancia en el acta. Adicionalmente, las AFP están autorizadas a concertarse entre ellas o con otros accionistas minoritarios para elegir a uno o más directores, según corresponda, los que necesariamente han de ser independientes conforme lo define la ley. De esta manera, se ha observado que las AFPs han contribuido a elegir una fracción importante de los directores independientes en las compañías chilenas, que en 2007 alcanzaría 16% de los directores.

Las AFP tienen la capacidad de influir en el funcionamiento de los gobiernos corporativos de las empresas pese a poseer una pequeña proporción de la propiedad. Tienen la capacidad de enfrentarse a los controladores en caso de ser necesario ya que cuentan con una poderosa arma: la visibilidad de sus acciones y el interés que estas suscitan. Si bien es infrecuente en Chile observar que los controladores incurran en comportamientos abusivos, por ejemplo intentando extraer rentas a los inversionistas minoritarios, cuando ello ocurre, las AFP están más informadas para detectarlos, cuentan con más recursos para iniciar acciones legales y su opinión es escuchada por el público, lo que constituye un importante disuasivo para el grupo económico que evalúa la posibilidad de cometer un abuso.

Un aspecto fundamental de la dinámica que ha generado el sistema radica en la obligación de cotizar de los trabajadores chilenos. Ello ha elevado la atención que presta la sociedad y las autoridades regulatorias al funcionamiento de los mercados financieros. Previo a 1985 (cuando se autoriza la inversión de los fondos de pensiones en acciones), el mercado de valores estaba reservado a una pequeñísima proporción de la población. En la actualidad se puede argumentar que prácticamente la totalidad de la



población en edad de trabajar, a través de su participación en cuotas de los fondos de pensiones, tiene –o debería tener- interés en el funcionamiento del mercado de capitales. En consecuencia, existen presiones para incrementar la transparencia y la información disponible al mercado.

La obligatoriedad de los trabajadores chilenos a cotizar en el sistema de capitalización individual, expone a la autoridad a un altísimo costo en términos fiscales y políticos. El regulador tendrá más incentivos para mejorar la fiscalización y regulación a los mercados financieros, puesto que está fuertemente expuesto al riesgo por un mal funcionamiento de estos mercados.

Es posible identificar normativas que en su génesis han contado con la participación de las AFP. En 1985 y muy en línea a las necesidades del nuevo sistema previsional, se creó la normativa de calificación obligatoria de riesgo. Luego del caso Chispas en 1997 se reguló la compra de acciones para hacerse del control de una empresa, lo que se realizó con la promulgación de la Ley de OPAs. En el caso Fasa, que es de data más reciente (2009), propició que la autoridad promulgase la Ley de Gobiernos Corporativos y Directores Independientes.

El enorme volumen de recursos que constituyen los fondos de pensiones exige una administración altamente competente y profesional, ello explica que en muchos casos las AFP se hayan adelantado al mercado y al regulador levantando cuestionamientos y exigiendo estándares más altos. Por ejemplo, tras el caso Fasa comenzó un intenso debate en torno a los directores independientes, su relevancia y rol en los gobiernos corporativos de las empresas listadas. Sin embargo, las AFP años antes habían constatado la importancia de los directores independientes, lo que se refleja en la profesionalización del proceso de elección de directores que se llevan a cabo desde 2006, además AFP Provida y AFP Habitat introdujeron en aquella época la necesidad de limitar la re postulación de los candidatos al directorio y el número de años en ejercicio.

## 5 Bibliografía

Agosin, M. y Pastén, E. “Corporate Governance in Chile” (2003). Documentos de Trabajo, Banco Central de Chile. N°209. Working Paper.

Corbo, V. y Schmidt-Hebbel, K. “Efectos Macroeconómicos de la Reforma de Pensiones en Chile” (2003). Working Paper.

Decreto Ley 3.500. República de Chile.

Iglesias-Palau, A. "Pension Reform and Corporate Governance: Impact in Chile" (2000). Revista ABANTE, Vol. 3, N°1.

Lefort, F. "La Contribución de las Administradoras de Fondos de Pensiones al Gobierno Societario de las Empresas Chilenas" (2007).

Lefort, F. y Walker, E. "Ownership and Capital Structure of Chilean Conglomerates: Facts and Hypotheses for Governance" (2000). Revista ABANTE, Vol. 3, N°1.

Lefort, F. y Walker, E. "Pension Reform and Capital Markets: Are There Any (Hard) Links?" (2002). Social Protection Discussion Paper Series, World Bank.

Ley 20.255. República de Chile.

Linnerberg, D. y Waitzer, E. "Corporate Governance Reforms in Chile" (2004). The Corporate Governance Advisor, Volumen 12, Number1.

McKinsey. "Global Investor Survey on Corporate Governance" (2002).

McKinsey. "Potenciar el Gobierno Corporativo de las Empresas en Chile: Una oportunidad para crear valor sostenible con una perspectiva de largo plazo" (2004).

McKinsey e Icare. "Potenciando el Gobierno Corporativo de las Empresas en Chile" (2007).

OECD. "White Paper sobre Gobierno Corporativo en América Latina" (2004).

OECD. "Country Report: The Role of Institutional Investors in Promoting Corporate Governance in Chile" (2007). The 2007 Meeting of the Latin American Corporate Governance Roundtable.

## WORKING PAPERS

- 00/01 **Fernando C. Ballabriga, Sonsoles Castillo:** BBVA-ARIES: un modelo de predicción y simulación para la economía de la UEM.
- 00/02 **Rafael Doménech, María Teresa Ledo, David Taguas:** Some new results on interest rate rules in EMU and in the US
- 00/03 **Carmen Hernansanz, Miguel Sebastián:** The Spanish Banks' strategy in Latin America.
- 01/01 **Jose Félix Izquierdo, Angel Melguizo, David Taguas:** Imposición y Precios de Consumo.
- 01/02 **Rafael Doménech, María Teresa Ledo, David Taguas:** A Small Forward-Looking Macroeconomic Model for EMU
- 02/01 **Jorge Blázquez, Miguel Sebastián:** ¿Quién asume el coste en la crisis de deuda externa? El papel de la Inversión Extranjera Directa (IED)
- 03/01 **Jorge Blázquez, Javier Santiso:** México, ¿un ex - emergente?
- 04/01 **Angel Melguizo, David Taguas:** La ampliación europea al Este, mucho más que economía.
- 04/02 **Manuel Balmaseda:** L'Espagne, ni miracle ni mirage.
- 05/01 **Alicia García-Herrero:** Emerging Countries' Sovereign Risk: Balance Sheets, Contagion and Risk Aversion
- 05/02 **Alicia García-Herrero and María Soledad Martínez Pería:** The mix of International bank's foreign claims: Determinants and implications
- 05/03 **Alicia García Herrero, Lucía Cuadro-Sáez:** Finance for Growth: Does a Balanced Financial Structure Matter?
- 05/04 **Rodrigo Falbo, Ernesto Gaba:** Un estudio econométrico sobre el tipo de cambio en Argentina
- 05/05 **Manuel Balmaseda, Ángel Melguizo, David Taguas:** Las reformas necesarias en el sistema de pensiones contributivas en España.
- 06/01 **Ociel Hernández Zamudio:** Transmisión de choques macroeconómicos: modelo de pequeña escala con expectativas racionales para la economía mexicana
- 06/02 **Alicia García-Herrero and Daniel Navia Simón:** Why Banks go to Emerging Countries and What is the Impact for the Home Economy?
- 07/01 **Pedro Álvarez-Lois, Galo Nuño-Barrau:** The Role of Fundamentals in the Price of Housing: Theory and Evidence.

- 07/02 **Alicia García-Herrero, Nathalie Aminian, K.C.Fung and Chelsea C. Lin:** The Political Economy of Exchange Rates: The Case of the Japanese Yen
- 07/03 **Ociel Hernández y Cecilia Posadas:** Determinantes y características de los ciclos económicos en México y estimación del PIB potencial
- 07/04 **Cristina Fernández, Juan Ramón García:** Perspectivas del empleo ante el cambio de ciclo: un análisis de flujos.
- 08/01 **Alicia García-Herrero, Juan M. Ruiz:** Do trade and financial linkages foster business cycle synchronization in a small economy?
- 08/02 **Alicia García-Herrero, Eli M. Remolona:** Managing expectations by words and deeds: Monetary policy in Asia and the Pacific.
- 08/03 **José Luis Escrivá, Alicia García-Herrero, Galo Nuño and Joaquin Vial:** After Bretton Woods II.
- 08/04 **Alicia García-Herrero, Daniel Santabárbara:** Is the Chinese banking system benefiting from foreign investors?
- 08/05 **Joaquin Vial, Angel Melguizo:** Moving from Pay as You Go to Privately Manager Individual Pension Accounts: What have we learned after 25 years of the Chilean Pension Reform?
- 08/06 **Alicia García-Herrero y Santiago Fernández de Lis:** The Housing Boom and Bust in Spain: Impact of the Securitization Model and Dynamic Provisioning.
- 08/07 **Ociel Hernández, Javier Amador:** La tasa natural en México: un parámetro importante para la estrategia de política monetaria.
- 08/08 **Patricia Álvarez-Plata, Alicia García-Herrero:** To Dollarize or De-dollarize: Consequences for Monetary Policy
- 09/01 **K.C. Fung, Alicia García-Herrero and Alan Siu:** Production Sharing in Latin America and East Asia.
- 09/02 **Alicia García-Herrero, Jacob Gyntelberg and Andrea Tesei:** The Asian crisis: what did local stock markets expect?
- 09/03 **Alicia Garcia-Herrero and Santiago Fernández de Lis:** The Spanish Approach: Dynamic Provisioning and other Tools
- 09/04 **Tatiana Alonso:** Potencial futuro de la oferta mundial de petróleo: un análisis de las principales fuentes de incertidumbre.
- 09/05 **Tatiana Alonso:** Main sources of uncertainty in formulating potential growth scenarios for oil supply.
- 09/06 **Ángel de la Fuente y Rafael Doménech:** Convergencia real y envejecimiento: retos y propuestas.
- 09/07 **KC FUNG, Alicia García-Herrero and Alan Siu:** Developing Countries and the World Trade Organization: A Foreign Influence Approach.

- 09/08 **Alicia García-Herrero, Philip Woolbridge and Doo Yong Yang:** Why don't Asians invest in Asia? The determinants of cross-border portfolio holdings.
- 09/09 **Alicia García-Herrero, Sergio Gavilá and Daniel Santabárbara:** What explains the low profitability of Chinese Banks?.
- 09/10 **J.E. Boscá, R. Doménech and J. Ferri:** Tax Reforms and Labour-market Performance: An Evaluation for Spain using REMS.
- 09/11 **R. Doménech and Angel Melguizo:** Projecting Pension Expenditures in Spain: On Uncertainty, Communication and Transparency.
- 09/12 **J.E. Boscá, R. Doménech and J. Ferri:** Search, Nash Bargaining and Rule of Thumb Consumers
- 09/13 **Angel Melguizo, Angel Muñoz, David Tuesta and Joaquín Vial:** Reforma de las pensiones y política fiscal: algunas lecciones de Chile
- 09/14 **Máximo Camacho:** MICA-BBVA: A factor model of economic and financial indicators for short-term GDP forecasting.
- 09/15 **Angel Melguizo, Angel Muñoz, David Tuesta and Joaquín Vial:** Pension reform and fiscal policy: some lessons from Chile.
- 09/16 **Alicia García-Herrero and Tuuli Koivu:** China's Exchange Rate Policy and Asian Trade
- 09/17 **Alicia García-Herrero, K.C. Fung and Francis Ng:** Foreign Direct Investment in Cross-Border Infrastructure Projects.
- 09/18 **Alicia García Herrero y Daniel Santabárbara García;** Una valoración de la reforma del sistema bancario de China
- 09/19 **C. Fung, Alicia Garcia-Herrero and Alan Siu:** A Comparative Empirical Examination of Outward Direct Investment from Four Asian Economies: China, Japan, Republic of Korea and Taiwan
- 09/20 **Javier Alonso, Jasmina Bjeletic, Carlos Herrera, Soledad Hormazábal, Ivonne Ordóñez, Carolina Romero and David Tuesta:** Un balance de la inversión de los fondos de pensiones en infraestructura: la experiencia en Latinoamérica
- 09/21 **Javier Alonso, Jasmina Bjeletic, Carlos Herrera, Soledad Hormazábal, Ivonne Ordóñez, Carolina Romero and David Tuesta:** Proyecciones del impacto de los fondos de pensiones en la inversión en infraestructura y el crecimiento en Latinoamérica
- 10/01 **Carlos Herrera:** Rentabilidad de largo plazo y tasas de reemplazo en el Sistema de Pensiones de México
- 10/02 **Javier Alonso, Jasmina Bjeletic, Carlos Herrera, Soledad Hormazabal, Ivonne Ordóñez, Carolina Romero, David Tuesta and Alfonso Ugarte:** Projections of the Impact of Pension Funds on Investment in Infrastructure and Growth in Latin America
- 10/03 **Javier Alonso, Jasmina Bjeletic, Carlos Herrera, Soledad Hormazabal, Ivonne Ordóñez, Carolina Romero, David Tuesta and Alfonso Ugarte:** A balance of Pension Fund Infrastructure Investments: The Experience in Latin America

- 10/04 **Mónica Correa-López, Ana Cristina Mingorance-Arnáiz:** Demografía, Mercado de Trabajo y Tecnología: el Patrón de Crecimiento de Cataluña, 1978-2018
- 10/05 **Soledad Hormazabal D.:** Gobierno Corporativo y Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP). El caso chileno.

The analyses, opinions and findings of these papers represent the views of their authors; they are not necessarily those of the BBVA Group.

The BBVA Economic Research Department disseminates its publications at the following website: <http://serviciodeestudios.bbva.com>



**Interesados dirigirse a:**

Servicio de Estudios Económicos BBVA    P. Castellana 81 planta 7    28046 Madrid    <http://serviciodeestudios.bbva.com>

